

**Titel:**

**Bestimmung der Angemessenheit einer Barabfindung anhand des Börsenkurses**

**Normenketten:**

AktG § 327a Abs. 1 S. 1, § 327f S. 2

ZPO § 287 Abs. 2

**Leitsätze:**

1. Zur Ermittlung des „wirklichen“, „wahren“ Werts des Anteilseigentums hat das Gericht unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen. Die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode ist keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung. Kommen im konkreten Fall mehrere Berechnungsweisen in Betracht, obliegt die Auswahl damit dem Tatrichter im Rahmen seines Schätzungsermessens. Lediglich bei der sich daran anschließenden Frage, ob die vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht, handelt es sich um eine Rechtsfrage. (Rn. 34) (redaktioneller Leitsatz)
2. Der Börsenkurs ist auch für die Bemessung der Barabfindung nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts. (Rn. 38) (Rn. 62) (redaktioneller Leitsatz)
3. Der Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet aus, wenn eine effektive Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer fehlt. Eine solche Einschränkung kann sich einerseits daraus ergeben, dass mit den Aktien der Gesellschaft kein ausreichender Handel betrieben und eine Marktenge vorliegt, andererseits kann sie aus Kursmanipulationen und der Verletzung kapitalrechtlicher Veröffentlichungspflichten resultieren. (Rn. 42) (redaktioneller Leitsatz)
4. Einer Heranziehung des Börsenkurses als Schätzungsgrundlage steht nicht entgegen, dass die Aktien der Gesellschaft im Freiverkehr gehandelt wurden. Maßgeblich ist allein, ob die Aktien mit einem den gesetzlichen Publizitäts- und Transparenzvorschriften vergleichbaren Informationsregime gehandelt wurden. (Rn. 52) (redaktioneller Leitsatz)
5. Zur Beantwortung der Frage, ob im konkreten Einzelfall der Börsenkurs oder eine andere Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, kommt es maßgeblich auf die Liquidität des Marktes an, wobei die relative Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) in den Blick zu nehmen ist. (Rn. 56 – 58) (redaktioneller Leitsatz)
6. Bei der marktorientierten Bewertung anhand des Börsenkurses und der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswert handelt es sich um eigenständige Bewertungsmethoden, die voneinander unabhängig sind. Inwieweit die eine Methode durch die andere plausibilisiert wird, hängt davon ab, ob und inwieweit eine solche Plausibilisierung wegen Unsicherheiten und Zweifeln an der Eignung einer Methode geboten erscheint. (Rn. 72) (redaktioneller Leitsatz)
7. Eine Kostenbeteiligung der Antragsteller im Spruchverfahren ist unter Billigkeitserwägungen dann gerechtfertigt, wenn der Antrag sich als offensichtlich unzulässig erweist, weil er verfristet, nicht formgerecht oder rechtsmissbräuchlich ist. (Rn. 82) (redaktioneller Leitsatz)

**Schlagworte:**

Barabfindung, Angemessenheit, Spruchverfahren, Hauptversammlung, Squeeze-out, Minderheitsaktionäre, Unternehmenswert, Anteilsbewertung, Wert der Unternehmensbeteiligung, Börsenkurs, Ertragswertmethode, Bewertungsgutachter, Abfindungsprüfer, Geld-Brief-Spanne, Bid-Ask-Spread, Befaktor

**Tenor**

1. Die Anträge der Antragsteller zu 30) und zu 31) werden verworfen.
2. Die Anträge der übrigen Antragsteller und der gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden zurückgewiesen.

3. Von den Gerichtskosten tragen die Antragsteller zu 30) und zu 31) jeweils 1/34, jeweils gesamtschuldnerisch mit der Antragsgegnerin. Im Übrigen trägt die Antragsgegnerin die Gerichtskosten.

4. Die Antragsgegnerin trägt die nach den gesetzlichen Bestimmungen zu berechnende Vergütung der gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre sowie ihre eigenen außergerichtlichen Kosten. Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller werden nicht erstattet.

5. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin geschuldeten Vergütung der gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre werden auf EUR 200.000,00 festgesetzt.

## Gründe

I.

1

1. Die Antragsteller sind als Minderheitsaktionäre aus der E... AG ausgeschlossen worden. Sie streben eine Erhöhung der von der Antragsgegnerin festgelegten Barabfindung an.

2

a. Die E... AG (im Folgenden auch: Gesellschaft) war eine Aktiengesellschaft mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Registernummer HRB 131048. Das Grundkapital der Gesellschaft belief sich zuletzt auf EUR 11.026.633,00 und war eingeteilt in 11.026.633 auf den Namen lautende Stückaktien. Ausweislich der Bestimmung in § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft (Anlage Ag 1) war ihr Unternehmensgegenstand unter anderem die Erstellung und der Vertrieb internetbasierter Software-as-a-Service-Lösungen in den Bereichen Compliance, Investor Relations und ESG (Environmental, Social and Governance) sowie die Erbringung von einmaligen oder wiederkehrenden Dienstleistungen in diesen Bereichen.

3

b. Die Aktien der E... AG wurden im Freiverkehr der Wertpapierbörsen Frankfurt am Main (Segmente „Scale“ und „Basic Board“), München (Segment „m:access“ und allgemeiner Freiverkehr), Berlin, Düsseldorf, Stuttgart und der Tradegate Exchange gehandelt.

4

Mit Schreiben vom 05.02.2024 kündigte die Gesellschaft die Einbeziehung der Aktien in die Freiverkehrssegmente „Scale“ und „Basic Board“ der Frankfurter Wertpapierbörse und beantragte die Einstellung der Notiz der Aktien im Segment m:access sowie im allgemeinen Freiverkehr der Börse München jeweils zum nächstmöglichen Zeitpunkt. Mit Ablauf des 06.05.2024 wurde die Einbeziehung der E... Aktien in den Freiverkehr an den beiden Wertpapierbörsen beendet.

5

c. Am 04.12.2023 veröffentlichte die Antragsgegnerin ein Übernahmeangebot zum Erwerb sämtlicher Aktien der E... AG gegen eine Geldleistung von EUR 40,00 je Aktie (Anlage Ag 10). Die Annahmefrist endete am 12.01.2024. Das Übernahmeangebot wurde bis zum Ende der Annahmefrist für 7.473.441 E... Aktien angenommen und am 02.02.2024 vollzogen. Vor dem Übernahmeangebot hatte die Antragsgegnerin 908.313 Aktien am Markt erworben.

6

Am 01.03.2024 verlangte die Antragsgegnerin vom Vorstand der Gesellschaft die Einberufung einer Hauptversammlung, auf der die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin beschlossen werden sollte. Dieses Verlangen wurde von der Gesellschaft am selben Tag in einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gemacht.

7

d. Die Hauptversammlung der E... AG fasste am 30.07.2024 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von EUR 40,00 je Aktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen (Anlage Ag 4). Die zu gewährende Barabfindung wurde ausgehend vom umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der Gesellschaft für den dreimonatigen Zeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre

festgelegt. In diesem Zeitraum vom 01.12.2023 bis zum 29.02.2024 betrug der entsprechende Aktienkurs an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse München EUR 39,98. Dieser Betrag wurde auf EUR 40,00 aufgerundet.

**8**

Der Beschluss der Hauptversammlung vom 30.07.2024 wurde am 12.09.2024 in das Handelsregister eingetragen. Von der Maßnahme sind 245.319 Aktien betroffen.

**9**

e. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstattete die V... GmbH (im Folgenden: Bewertungsgutachterin) im Auftrag der Antragsgegnerin eine gutachterliche Stellungnahme zu der Frage, ob der Börsenkurs eine verlässliche Grundlage für die Festlegung der Barabfindung darstellt (Anlage Ag 2, Seite 45 bis 69).

**10**

Für den Referenzzeitraum vom 01.12.2023 bis zum 29.02.2024 stellte die Bewertungsgutachterin an der Wertpapierbörse Frankfurt am Main (Handelsplattform XETRA) an 59 von möglichen 62 Tagen einen Handel mit Aktien der Gesellschaft fest, wobei mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse nicht um mehr als fünf Prozent voneinander abwichen. Im Durchschnitt wurden rund 14,6 Tausend Aktien pro Tag umgesetzt, was 0,132 % des gesamten Aktienbestandes zum 29.02.2024 entspricht.

**11**

Vor dem Vollzug des Übernahmeangebots am 02.02.2024 lag der Streubesitz der Aktien bei 49,1 %. Nach dessen Vollzug ging er auf rund 2,3 % zurück. Die Bewertungsgutachterin errechnete für den dreimonatigen Referenzzeitraum einen durchschnittlichen Streubesitz von rund 27,3 %.

**12**

Für den Referenzzeitraum ermittelte die Bewertungsgutachterin einen durchschnittlichen relativen Bid-Ask-Spread von 0,54 %.

**13**

Die Bewertungsgutachterin untersuchte auch den Kursverlauf der Aktien für die Zeit ab März 2022. Dabei konnte sie keine auffälligen Kurssprünge feststellen, die weder operativ noch durch das Übernahmeangebot erklärt werden konnten. Hinweise auf Marktmissbrauch oder Verstöße gegen Publizitätspflichten fand sie nicht.

**14**

Die Bewertungsgutachterin kam zu dem Ergebnis, aus ökonomischer Sicht stelle der volumengewichtete Durchschnittspreis der Aktie im Referenzzeitraum eine geeignete Methode zur Ermittlung der Barabfindung dar.

**15**

Zur Plausibilisierung ermittelte die Bewertungsgutachterin außerdem den Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode und kam zu einem Ergebnis von EUR 37,39 je Aktie der Gesellschaft.

**16**

f. Mit Beschluss des Landgerichts München I vom 19.03.2024 wurde die I... AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zur Abfindungsprüferin bestellt. Sie teilte in ihrem Bericht vom 20.06.2024 (Anlage Ag 3) die Schlussfolgerung der Bewertungsgutachterin, dass der umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Gesellschaft eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der E... AG darstellt.

**17**

Die Abfindungsprüferin stellte im Referenzzeitraum einen Handel mit 909.459 Aktien und einem Umsatz von insgesamt EUR 36.363.860 fest. Aufgrund eigener Analyse ermittelte sie einen Bid-Ask-Spread zwischen 0,25 % und 1,25 %, bei einem Durchschnitt von 0,55 %. Wesentliche Kurssprünge im Zeitraum ab dem 01.03.2022, die nicht durch operative Ereignisse oder das Übernahmeangebot erklärt werden könnten, stellte die Abfindungsprüferin nicht fest.

**18**

Die Abfindungsprüferin verwies außerdem darauf, dass sich aus der Notierung in den Segmenten Scale der Frankfurter Börse und m:access der Börse München Transparenzanforderungen hinsichtlich

Jahresfinanzberichte, Halbjahresberichte und Ad-hoc-Mitteilungen ergeben. Die hieraus resultierenden Veröffentlichungspflichten hat die Gesellschaft erfüllt. Die Abfindungsprüferin stellte außerdem fest, dass regelmäßig Analystenberichte zur Gesellschaft veröffentlicht wurden.

#### **19**

Außerdem bestätigte die Abfindungsprüferin den mittels Ertragswertverfahren zur Plausibilisierung des Börsenkurses abgeleiteten Unternehmenswertes von EUR 37,39 je Aktie.

#### **20**

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 12.12.2024 beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die Barabfindung sei unangemessen und müsse erhöht werden.

#### **21**

Soweit sich die Antragsteller gegen den Börsenkurs als Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswertes wenden, machen sie geltend, der Aktienkurs sei auch durch die Kündigung der Börsennotiz und die Delistingankündigung verzerrt worden. Eine ausreichende Liquidität der Aktie sei nicht gegeben gewesen, da der Streubesitz während des Referenzzeitraums auf 2,3 % zurückgegangen sei. Gegen die Aussagekraft des Aktienkurses spreche auch, dass ein aussagekräftiger eigener Betafaktor der Gesellschaft aufgrund der Ankündigung des Übertragungsverlangens und des Delistings nicht habe ermittelt werden können. Jedenfalls sei der Börsenkurs auf den Bewertungsstichtag aufzuzinsen.

#### **22**

3. Die Antragsgegnerin beantragt die Zurückweisung der Anträge. Aus dem Börsenkurs folge die Angemessenheit der Barabfindung. Zwar gebe es Skepsis gegen die Alleinberücksichtigung des Börsenkurses bei Squeezeout-Fällen, da der Streubesitz zum Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung notwendigerweise weniger als 5 % betrage. Der vorliegende Fall weise aber zahlreiche Besonderheiten auf, die unweigerlich zur Alleinmaßgeblichkeit des Börsenkurses führten. Die Antragsgegnerin habe bis zur Veröffentlichung des Übernahmeangebots nur 8,67 % der Aktien erworben. Vor Vollzug des Übernahmeangebots habe der Streubesitz noch 49,1 % betragen, im Referenzzeitraum im Durchschnitt 27 %. In diesem Zeitraum habe es einen schwunghaften Handel mit einem äußerst geringen Bid-Ask-Spread gegeben und die Kapitalmarkteffizienz sei wegen der Notierung im qualifizierten Freiverkehr hoch gewesen.

#### **23**

4. Wegen der Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 24.07.2024 (Bl. 82 bis 103 d. A.).

II.

#### **24**

1. Die Anträge der Antragsteller zu 30) und zu 31) sind unzulässig. Die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig.

#### **25**

a. Die Antragsteller zu 30) und zu 31) haben ihre Antragsberechtigung nicht nachgewiesen.

#### **26**

Antragsberechtigt sind nach § 3 Satz 1 Nr. 3 SpruchG Aktionäre, deren Aktien durch Beschluss der Hauptversammlung auf den Hauptaktionär übertragen worden sind. Der Vortrag der Antragsteller zur Antragsberechtigung ist beweisbedürftig, soweit er von der Antragsgegnerin bestritten wird, §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO. Der Nachweis kann gemäß § 3 S. 3 SpruchG ausschließlich durch Urkunden geführt werden.

#### **27**

Obwohl die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung der Antragsteller zu 30) und zu 31) bestritten hat, haben diese keine Urkunden als Nachweis ihrer Aktionärsstellung vorgelegt. In ihrem Antrag vom 12.12.2024 (dort Seite 2) teilten sie mit, eine Bestätigung über die Aktionärsseigenschaft werde nachgereicht. Tatsächlich wurde aber keine entsprechende Bescheinigung vorgelegt. Mit Verfügung vom 25.02.2025 wurde den Antragstellern eine Frist zur Vorlage eines Nachweises bis zum 03.04.2025 gesetzt (bei der Jahresangabe 2024 handelt es sich offensichtlich um ein Schreibversehen). Gleichwohl ging weder

innerhalb dieser Frist noch bisher ein Nachweis ein. Zur mündlichen Verhandlung vom 24.07.2025 sind die Antragsteller zu 30) und zu 31) nicht erschienen und waren auch nicht vertreten.

## **28**

b. Die Antragsberechtigung der übrigen Antragsteller hat die Antragsgegnerin entweder von vornherein nicht bestritten oder im Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt, weshalb sie gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.

## **29**

c. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht. Danach kann der Antrag auf gerichtliche Entscheidung binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem der Übergang aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionär wirksam geworden ist. Maßgeblich ist die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG), die am 12.09.2024 erfolgte. Die Frist endete deshalb am 12.12.2024. Spätestens an diesem Tag gingen alle Anträge beim Landgericht München I ein.

## **30**

d. Die Antragsteller haben sich innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG hinreichende begründet gegen die Angemessenheit der Kompensation gewandt, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Dabei sind an die Begründung des Antrags keine besonders strengen Anforderungen zu stellen, nach der Gesetzesbegründung zum Spruchverfahrensgesetz sollen die Anforderungen vielmehr nicht überspannt werden (BGH, Beschluss vom 13.12.2011 – II ZB 12/11 Rn. 23, LG München I, Beschluss vom 31.07.2015 – 5 HKO 16371/13 Rn. 96 ff. – juris; Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand 01.10.2025, § 4 Rn. 24).

## **31**

Diesen Anforderungen werden die Anträge gerecht. Da die Antragsgegnerin insoweit keine Bedenken geäußert hat, sind weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst.

## **32**

2. Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung in Höhe von EUR 40,00 je Aktie angemessen ist.

## **33**

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest, wobei die Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen hat. Nach § 327f Satz 2 AktG hat das Gericht im Spruchverfahren die angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist. Angemessen ist die Barabfindung, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Dem Aktionär ist also ein vollständiger wirtschaftlicher Ausgleich für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung zu gewähren. Hierzu muss die Abfindung den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerspiegeln (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 Rn. 54 ff. – juris; BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14 Rn. 33; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 – II ZB 25/14 Rn. 21).

## **34**

Nach welcher Methode der „wirkliche“, „wahre“ Wert der Beteiligung zu ermitteln ist, schreiben weder Art. 14 Abs. 1 GG noch das einfache Gesetz vor. Das Gericht ist vielmehr gehalten, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16.05.2012 – 1 BvR 96/09 Rn. 19 – juris; BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14 Rn. 33; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 – II ZB 25/14 Rn. 21). Die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode ist keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung. Kommen im konkreten Fall mehrere Berechnungsweisen in Betracht, obliegt die Auswahl damit dem Tatrichter im Rahmen seines Schätzungsermessens. Lediglich bei der sich daran anschließenden Frage, ob die vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht, handelt es sich um eine Rechtsfrage (BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14 Rn. 12; BGH, Beschl. v. 12.01.2016 – II ZB 25/14 Rn. 14).

## **35**

Hier kann die Barabfindung auf Grundlage des gewichteten Börsenkurses der Aktie der E... AG im Zeitraum 01.12.2023 bis 29.02.2024 bestimmt werden, der EUR 39,98 beträgt. Die den ausgeschlossenen Aktionären gewährte Abfindung von EUR 40,00 erweist sich deshalb als angemessen.

### 36

a. Der Börsenkurs kann grundsätzlich zur Bestimmung der Barabfindung dienen.

### 37

Nach der früheren Rechtsprechung, ausgehend von der DAT/Altana-Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94), wurde der Börsenkurs nur herangezogen, um bei börsennotierten Aktiengesellschaften die Untergrenze der Entschädigung des Aktionärs zu bestimmen (vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00). Der Aktionär sollte jedenfalls mit dem Betrag entschädigt werden, den er bei einem freiwilligen Verkauf seines Anteils erzielen konnte. Allerdings wiesen das Bundesverfassungsgericht und der Bundesgerichtshof in der Folge bereits vereinzelt darauf hin, dass mithilfe des Börsenkurses auch der Unternehmenswert bestimmt werden kann (vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16.05.2012 – 1 BvR 96/09 Rn. 25; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26.04.2011 – 1 BvR 2658/10 Rn. 23; BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14 Rn. 33; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 – II ZB 25/14 Rn. 23; BGH, Beschluss vom 15.09.2020 – II ZB 6/20 Rn. 20).

### 38

Aufgrund der Entscheidungen des Bundesgerichtshofes vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22, ist nunmehr geklärt, dass der Börsenkurs grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes ist. Zwar betreffen beide Entscheidungen Fälle, in denen im Rahmen von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen über Ausgleich und Abfindung der außenstehenden Aktionäre gemäß §§ 304, 305 AktG zu befinden war. Gleichwohl kann der Börsenkurs auch für die Bemessung der Barabfindung eines gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ausgeschlossenen Minderheitsaktionärs herangezogen werden. Denn beide Entscheidungen stellen die Eignung des Börsenkurses zur Schätzung des Wertes einer Beteiligung an einer Gesellschaft unabhängig von der konkret zu bestimmenden Entschädigung fest (BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – Az. II ZB 12/21 Rn. 20, Beschluss vom 31.01.2024 – Az. II ZB 5/22 Rn. 25).

### 39

b. Bei der Ermittlung des Börsenkurses wurde der maßgebliche Zeitraum berücksichtigt.

### 40

Der Börsenkurs ist aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der jeweiligen Strukturmaßnahme zu ermitteln (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 Rn. 10). Die Betrachtung eines Zeitraumes von drei Monaten ist dabei erforderlich, aber auch ausreichend, um den Manipulationsgefahren wirksam zu begegnen, die sich bei dem Abstellen auf einen konkreten Stichtag ergeben können (BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00 Rn. 24 – juris). Hier unterrichtete die Gesellschaft per Ad-hoc-Mitteilung am 01.03.2024 über das Verlangen der Antragsgegnerin, eine Hauptversammlung einzuberufen, auf der die Übertagung der Aktien der Minderheitsaktionäre beschlossen werden soll. Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Abfindungsprüferin legen der Ermittlung des Börsenkurses deshalb völlig zutreffend den Zeitraum vom 01.12.2023 bis zum 29.02.2024 zugrunde (Anlage Ag 2, Seite 48 Rz. 7 und Anlage Ag 3 Rz. 229).

### 41

c. Der Börsenkurs ist zur Bewertung der Unternehmensbeteiligung der Minderheitsaktionäre auch geeignet.

### 42

Die Bewertung mithilfe des Börsenkurses beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer aufgrund der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt (BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – Az. II ZB 12/21 Rn. 20). Demzufolge scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs aus, wenn eine effektive Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer fehlt. Eine solche Einschränkung kann sich einerseits daraus ergeben, dass mit den Aktien der Gesellschaft kein ausreichender Handel betrieben und eine Marktenge vorliegt, andererseits kann sie

aus Kursmanipulationen und der Verletzung kapitalrechtlicher Veröffentlichungspflichten resultieren. Keine dieser Einschränkungen liegt hier vor.

#### **43**

(1) Das Fehlen einer Markttiefe lässt sich anhand der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung beurteilen (BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22 Rn. 30). Danach ist keine ausreichende Verkehrsfähigkeit der Aktien gegeben, wenn während des Referenzzeitraumes von drei Monaten an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt und mehrere nacheinander festgestellten Börsenkurse um mehr als 5 Prozentpunkte voneinander abweichen.

#### **44**

Die Abfindungsprüferin hat hierzu ausgeführt, dass für die Aktien der Gesellschaft in dem Zeitraum vom 01.12.2023 bis zum 29.02.2024 an 59 von möglichen 62 Börsentagen ein Börsenkurs festgestellt wurde und keine Kursabweichungen von mehr als 5 Prozentpunkte bei aufeinanderfolgenden Kursen vorlagen (Anlage Ag 3 Rz. 233 bis 235).

#### **45**

(2) Es gibt auch keine Hinweise auf Kursmanipulationen.

#### **46**

Die Abfindungsprüferin hat den Börsenkurs und die zugrundeliegenden Handelsvolumina für den Zeitraum vom 01.03.2022 bis zum 29.02.2024 analysiert (Anlage Ag 3 Rz. 245 bis 248). Danach verzeichnete die Aktie anfangs einen kontinuierlichen Rückgang, der in einem Tiefstand von EUR 20,40 am 04.03.2023 mündete. Im Laufe des Mai 2023 erholte sich die Aktie kurzfristig und erreichte am 30.05.2023 einen Wert von EUR 30,20. Anschließend setzte erneut ein leichter Abwärtstrend ein, der zum 09.11.2023 in einem Kurs von EUR 21,70 mündete. Diese Schwankungen des Kurses bis zum 15.11.2023 lassen sich nach der plausiblen Einschätzung der Abfindungsprüferin durch die Veröffentlichung von Quartalsberichten der Gesellschaft, durch die Ankündigung von Aktienrückkäufen für ein Mitarbeiter-Beteiligungsprogramm sowie durch neue Informationen zu Gesetzesvorlagen in Deutschland, insbesondere zur EU-Whistleblower-Richtlinie, erklären.

#### **47**

Am 15.11.2023 bestätigte die Gesellschaft Verhandlungen mit der Investmentgesellschaft T... stabilisierte sich bis zum Ende des Beobachtungszeitraums nahe dem Übernahmeangebot von EUR 40,00.

#### **48**

Das unterstreicht die Einschätzung der Abfindungsprüferin, dass im analysierten Zweijahreszeitraum keine wesentlichen Kurssprünge stattfanden, die nicht durch operative Ereignisse oder das im Vorfeld der gegenständlichen Strukturmaßnahme erfolgte Übernahmeangebot erklärt werden könnten.

#### **49**

Soweit die Antragsteller zu 5) bis zu 11) geltend machen, der Aktienkurs sei durch die Kündigung der Börsennotiz und die Delistingankündigung verzerrt worden (Antragsschrift vom 11.12.2024, Seite 5), lässt sich das nicht mit den festgestellten Börsenkursen in Einklang bringen. Die entsprechenden Maßnahmen der Gesellschaft wurden am 05.02.2024 in die Wege geleitet. An diesem Tag betrug der Börsenkurs EUR 40,00. An den restlichen Handelstagen des Februar 2024 bewegte sich der Börsenkurs zwischen EUR 40,10 und EUR 39,70 (Anlage Ag 3 Rz. 233). Irgendeine für die Eignung des Börsenkurses relevante Auswirkung kann dem nicht entnommen werden.

#### **50**

(3) Die kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten hat die Gesellschaft erfüllt.

#### **51**

(a) Da der Freiverkehr, in dem die Aktien der Gesellschaft gehandelt wurden, ein multilaterales Handelsinstrument im Sinne des Art. 2 Abs. 1 c lit. b) MAR ist, unterlag die Gesellschaft der Pflicht zur Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen gemäß Art. 17 MAR. Durch die Notierung in den Segmenten Scale der Frankfurter Börse und m:access der Börse München hatte sie zudem den Informationspflichten zu genügen, die sich aus den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (§ 21, Stand: 10.10.2023) und den

Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr an der Börse München (§ 14) ergaben. Danach hatte sie (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 249)

- geprüfte Jahresberichte innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende und ungeprüfte Halbjahresberichten innerhalb von vier Monaten nach Ende des Berichtszeitraums zu veröffentlichen;
- einen Kalender mit den wichtigsten Ereignissen (z. B. Hauptversammlung, Bekanntgabe von Finanzberichten) zu veröffentlichen;
- mindestens einmal jährlich Analysten- und Investorenveranstaltungen durchzuführen.

## 52

Angesichts dieser Pflichten kann der marktorientierten Bewertung nicht entgegengehalten werden, dass die Aktien der Gesellschaft nur im Freiverkehr gehandelt wurden. Zwar unterfällt eine Gesellschaft, deren Aktien ausschließlich im Freiverkehr gehandelt werden, nicht der Legaldefinition der Börsennotierung in § 3 Abs. 2 AktG (vgl. Drescher in: BeckOGK AktG, Stand 01.10.2025, § 3 Rn. 6). Darauf kommt es für die Anwendung des Börsenkurses als Schätzungsgrundlage aber auch nicht an. Maßgeblich ist vielmehr, ob die Aktien mit einem den gesetzlichen Publizitäts- und Transparenzvorschriften vergleichbaren Informationsregime gehandelt wurden (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28.11.2022 – I-26 W 4/21 [AktE] Rn. 41 – juris). Das war hier der Fall.

## 53

(b) Ihre Veröffentlichungspflichten hat die Gesellschaft nach den Feststellungen der Abfindungsprüferin erfüllt. Zudem wurden regelmäßig Analystenberichte zur E... zuletzt im November 2023 (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 251). Die Antragsteller haben auch keine Informationsdefizite der Marktteilnehmer vorgetragen.

## 54

(c) Das rechtfertigt den Schluss, dass eine ausreichend effektive Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer möglich war. Für die Verwendung des Börsenkurses ist es gerade nicht erforderlich, dass der Kapitalmarkt streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind (BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 20; BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22 Rn. 26).

## 55

d. Hier bildet der Börsenkurs die Unternehmensbeteiligung der Minderheitsaktionäre auch zutreffend ab.

## 56

Bei grundsätzlicher Eignung des Börsenkurses für die Anteilsbewertung, die sich nach den oben genannten Gesichtspunkten beurteilt, stellt sich die weitere Frage, ob im konkreten Einzelfall der Börsenkurs oder eine andere Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet. Bei dieser Frage handelt es sich um einen Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts, der sich nach der nach der wirtschafts- oder betriebswissenschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis richtet (BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 17; BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22 Rn. 22).

## 57

(1) Zur Beantwortung dieser Frage kommt es nach der obergerichtlichen Rechtsprechung maßgeblich auf die Liquidität des Marktes an, da gerade bei liquiden Märkten von einer effizienten Verarbeitung möglichst vieler Informationen im Preis ausgegangen werden kann (OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024 – 21 W 129/22 Rn. 28 – juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28.11.2022 – I-26 W 4/21 [AktE] Rn. 42 – juris; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021 – 31 Wx 190/20 Rn. 90).

## 58

Dabei ist der relative Geld-Brief-Spanne in den Blick zu nehmen. Bei der Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) handelt es sich um den Unterschied zwischen dem Preis, den ein Käufer bereits ist, für eine Aktie zu zahlen, und dem Preis, zu dem ein Verkäufer verkaufen will. Die relative Geld-Brief-Spanne setzt die Differenz zwischen dem Geld- und dem Briefkurs in das Verhältnis zum arithmetischen Mittel zwischen dem Geld- und dem Briefkurs und wird in Prozent ausgedrückt. Sie ist eine der aussagekräftigsten Kennziffern bei der Liquiditätsanalyse im Rahmen von Strukturmaßnahmen. Die relative Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen. Je enger die Geld-Brief-Spanne ist, desto einheitlicher ist die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Werts einer Aktie. Bei engen

Spannen ist die Liquidität der Aktie hoch und die Transaktionskosten sind niedrig (Laas/Riabinova, NZG 2025, 435, 440 f.). Zusammen mit einem ausreichenden Handelsvolumen ist eine niedrige Geld-Brief-Spanne die Grundlage für eine schnelle sowie freie Preisbildung, wodurch auf einen unverzerrten Anpassungsprozess des Aktienkurses geschlossen werden kann (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024 – 21 W 129/22 Rn. 29 – juris).

#### **59**

Hier hat die Abfindungsprüferin festgestellt, dass die Aktie im maßgeblichen dreimonatigen Zeitraum an 59 von möglichen 62 Börsentagen umgesetzt wurde. Insgesamt wurden 909.459 Aktien mit einem Umsatz von EUR 36.363.860 gehandelt (Anlage Ag 3 Rz. 234). Das entspricht einem Anteil von 8,2 % der ausstehenden Aktien. Daraus ergibt sich außerdem, dass im Durchschnitt pro Handelstag etwa 14.667 Aktien umgesetzt wurden, was 0,133 % des gesamten Aktienbestandes entspricht.

#### **60**

Zum relativen Bid-Ask-Spread stellt die Bewertungsgutachterin fest, dieser habe im Referenzzeitraum zwischen 0,25 % und 1,25 %, im Schnitt bei 0,55 % gelegen (Anlage Ag 3 Rz. 238 ff.). Dabei wurde die Grenze von 1 % nur einmal für einen kurzen Zeitraum vor dem 19.01.2024 überschritten (Anlage Ag 3 Rz. 242). Der relative Bid-Ask-Spread liegt damit in dem Bereich, in dem die Rechtsprechung bisher von einem hinreichend liquiden Handel ausgegangen ist, und deutlich unter dem Bereich, in dem die Liquidität als nicht ausreichend bewertet wurde (vgl. die Auswertung von Laas/Riabinova in: NZG 2025, 435, 449 f Tabelle 8).

#### **61**

Entsprechend kommt die Abfindungsprüferin zu dem Ergebnis, es könne von einer ausreichenden Liquidität im Aktienhandel ausgegangen werden (Anlage Ag 3 Rz. 244). Diesem Ergebnis schließt sich die Kammer an. Dabei kann offenbleiben, wann die Verkehrsfähigkeit einer Aktie als liquide, hinreichend liquide oder hochliquide zu beurteilen ist. Maßgeblich ist nur, dass die Verkehrsfähigkeit dafür ausreicht, den Börsenkurs als Schätzungsgrundlage heranzuziehen. Das ist hier der Fall.

#### **62**

(2) Der Anwendung des Börsenkurses steht es nicht entgegen, dass die Strukturmaßnahme hier in der Übertragung der Aktien von Minderheitsaktionären gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 AktG (sogenannter Squeeze-out) bestand. Zwar ist Voraussetzung für diese Maßnahme, dass dem Hauptaktionär im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung 95 Prozent der Aktien gehören. Das rechtfertigt es aber nicht, in diesen Fällen generell keine Anteilsbewertung auf Grundlage des Börsenkurses zuzulassen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024 – 21 W 129/22 Rn. 42 – juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 03.04.2018 – 31 O 138/15 Rn. 184 f. – juris; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021 – 31 Wx 190/20 Rn. 90 – juris). Es wäre vielmehr verfehlt, die Anwendung des Börsenkurses am Umfang des Streubesitzes scheitern zu lassen, wenn die Liquiditätsanalyse ergibt, dass die Aktie ausreichend verkehrsfähig ist (vgl. Drescher, FS Paefgen 2025, 89, 96: Zweifel können vor allem mit der Liquiditätsanalyse beseitigt werden).

#### **63**

(3) Es kommt auch nicht darauf an, dass ein aussagekräftiger eigener Betafaktor der Gesellschaft fehlt.

#### **64**

Der Betafaktor dient dazu, den im Rahmen der Ertragswertberechnung benötigten Risikozuschlag an das konkrete Risiko des Unternehmens anzupassen (van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl. § 305 Rn. 162). Bei börsennotierten Unternehmen wird er aus vergangenen Kapitalmarktdaten abgeleitet (van Rossum a.a.O. Rn. 165). In der Vergangenheit wurde deshalb teilweise ein Zusammenhang zwischen der Eignung des Börsenkurses eines Unternehmens für seinen originären Betafaktor und der Eignung des Börsenkurses als Grundlage für die Bestimmung des Unternehmenswerts angenommen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 – 21 W 139/19 Rn. 52 – juris; OLG München, Beschluss vom 13.04.2021 – 31 Wx 2/19 Rn. 41 – juris). Die Gründe, die hier gegen die Berücksichtigung des eigenen Betafaktors sprechen, machen deutlich, dass ein solcher Zusammenhang bei der gegenständlichen Strukturmaßnahme nicht besteht.

#### **65**

Ein originärer Betafaktor der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag konnte aufgrund der Ankündigung des Übertragungsverlangens und des Delistings nicht ermittelt werden (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 380). Das Übertragungsverlangen erfolgte am 01.03.2024, die Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr an den

Wertpapierbörse Frankfurt und München endete am 06.05.2024. Beide Ereignisse sind also dem Zeitrahmen nachgelagert, welcher der Ermittlung des Börsenkurses zugrunde gelegt wurde. Ein historischer Betafaktor konnte nicht ermittelt werden, weil in den zugrunde gelegten längerfristigen Beobachtungszeiträumen von zwei, drei und fünf Jahren nur eine vergleichsweise geringe Liquidität des Handels mit der Aktie festzustellen war (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 384). Diese längerfristigen Beobachtungszeiträume decken sich aber nicht mit dem hier maßgeblichen Referenzzeitraum. Aus den Feststellungen der Abfindungsprüferin kann deshalb nicht der Schluss gezogen werden, dass der Börsenkurs in dem Zeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe des Übernahmeverlangens keine geeignete Schätzgrundlage sein kann (vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024 – 21 W 129/22 Rn. 33).

## 66

Tatsächlich beeinflusst wurde der Aktienkurs während des Referenzzeitraumes durch das Übernahmeangebot vom 04.12.2023. Vor dem Übernahmeangebot lag der volumengewichtete Börsenkurs in dem Dreimonats-Zeitraum vor dem 15.11.2023 bei EUR 24,85 (vgl. Anlage Ag 10 Seite 22), während er im Referenzzeitraum EUR 39,98 betrug (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 237). Dieser nach oben verzerrte und die operative Ertragskraft des Unternehmens gegebenenfalls übersteigende Börsenkurs stellt aber die Anteilsinhaber besser und steht deshalb einer marktorientierten Bewertung in einem Spruchverfahren nicht entgegen (BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22 Rn. 39).

## 67

(4) Der Zeitablauf zwischen dem Ende des Referenzzeitraumes am 29.02.2024 und der Hauptversammlung am 30.07.2024 hindert eine marktorientierte Bewertung ebenfalls nicht. Es bedarf insbesondere auch keiner Hochrechnung des Börsenkurses auf den Tag der Hauptversammlung oder einer Verzinsung für diesen Zeitraum, wie sie die Antragsteller zu 23) bis zu 27) für erforderlich halten.

## 68

Der Bundesgerichtshof hält bei einem längeren Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung eine Hochrechnung des Börsenkurses für erforderlich, um zu verhindern, dass der Hauptaktionär einen ihm günstigen Börsenkurs durch die Wahl der Bekanntgabe fixiert, ohne dass die Maßnahme in der Folge umgesetzt wird (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 Rn. 29). Das betrifft aber nicht die Fragestellung, ob der Börsenkurs eine geeignete Schätzgrundlage für den Anteilswert ist, sondern wie der Börsenkurs als Wertuntergrenze zum Schutz der Desinvestitionsentscheidung zu bestimmen ist. In dem Beschluss vom 31.01.2024 ließ der Bundesgerichtshof offen, ob eine Hochrechnung auch erforderlich ist, wenn der Börsenkurs nicht nur als Untergrenze fungieren soll (Az. II ZB 5/22 Rn. 36). Gegen eine Hochrechnung dürfte jedenfalls sprechen, dass beim Schutz der Desinvestitionsentscheidung eine Betrachtung zugunsten der Minderheitsaktionäre geboten ist, die bei dem Börsenkurs als Schätzgrundlage nicht notwendig erscheint, wobei die übliche Hochrechnung anhand der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung die Minderheitsaktionäre auch von positiven Entwicklungen ihrer Gesellschaft abschneiden könnte (vgl. Drescher, FS Paefgen 2025, 89, 95).

## 69

Richtig ist deshalb, im Einzelfall zu prüfen, ob der Börsenkurs im Referenzzeitraum trotz der verstrichenen Zeit bis zur Hauptversammlung aussagekräftig ist. Hier betrug der Zeitraum nur fünf Monate, nämlich vom 01.03.2024 bis zum 30.07.2024, was für die Vorbereitung der gegenständlichen Strukturmaßnahme üblich ist. In dieser Zeitspanne gab es keine Ereignisse, welche gegen den Börsenkurs des Referenzzeitraumes als Schätzgrundlage sprechen.

## 70

Für die von den Antragstellern zu 23) bis zum 27) geltend gemachte Verzinsung des Börsenkurses ab dem Ende des Referenzzeitraumes bzw. ab dem Ende der Übernahmeangebotsfrist bis zur Hauptversammlung gibt es keine Rechtsgrundlage. Eine Verzinsung der Barabfindung sieht das Gesetz in § 327f Abs. 2 AktG vielmehr erst ab der Bekanntmachung der Eintragung des Squeeze-out vor. Zu Recht verweist die Antragsgegnerin auch darauf, dass keine Verzinsungslücke bestehe, weil der Börsenkurs den Wert gerade zum Stichtag abbilde.

## 71

e. Eine Plausibilisierung des Börsenkurses anhand des Ertragswertes, den die Abfindungsprüferin hier mit EUR 37,39 je Aktie ermittelte (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 421), ist nicht erforderlich.

## 72

Bei der marktorientierten Bewertung anhand des Börsenkurses und der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswert handelt es sich um eigenständige Bewertungsmethoden, die voneinander unabhängig sind (vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21 Rn. 19; Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22 Rn. 24 f.). Inwieweit die eine Methode durch die andere plausibilisiert wird, hängt davon ab, ob und inwieweit eine solche Plausibilisierung wegen Unsicherheiten und Zweifeln an der Eignung einer Methode geboten erscheint (Drescher, FS Paefgen 2025, 89, 93 f.).

## 73

Dieser Bedarf besteht hier aufgrund der konkreten Umstände des Falles nicht. Wie ausgeführt ist der Börsenkurs nach allen maßgeblichen Kriterien geeignet, als Schätzungsgrundlage zu dienen. Er bildet auch den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend ab. Weder das Übernahmeangebot während des Referenzzeitraumes noch die mangelnde Eignung des originären Betafaktors sind hier aus den oben genannten Gründen geeignet, Zweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses zu wecken, und machen eine Plausibilisierung nicht erforderlich.

## 74

Auch die Abnahme des Streubesitzes infolge des Übernahmeangebots und weiterer Aktienankäufe durch die Antragsgegnerin bedingen hier keine solche Plausibilisierung. Zwar sank der Streubesitz durch den Vollzug des Übernahmeangebots am 02.02.2024 auf 2,3 %. Vor dem Vollzug des Übernahmeangebots lag er aber unstrittig bei 49,1 % und während des dreimonatigen Referenzzeitraumes im Schnitt bei rund 27,3 % (vgl. Anlage Ag 2, Seite 53 Rz. 31). Es handelt sich also um einen Fall, in dem der Hauptaktionär den Aktienanteil von 95 % kurzfristig während des dreimonatigen Zeitraums erworben hat. Diese Konstellation eines Squeeze-outs spricht gerade nicht dafür, Zweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses zu wecken (vgl. auch Drescher, FS Paefgen 2025, 89, 96; Herfs, AG 2024, 653 Rn. 31).

## 75

Die Liquiditätsanalyse durch die Abfindungsprüferin hat gezeigt, dass der Börsenkurs während des gesamten Referenzzeitraumes ohne Einschränkungen aussagekräftig ist. Hier lag insbesondere auch nach dem Vollzug des Übernahmeangebots am 02.02.2024, aufgrund dessen der Streubesitz auf 2,3 % sank, keine Marktenge im Sinne des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung vor und der relative Bid-Ask-Spread überschritt nie einen Wert von 0,75 % (vgl. Anlage Ag 3 Rz. 236 und 242).

## 76

Der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22, in welcher der Börsenkurs bei einem verschmelzungsrechtlichem Squeeze-out herangezogen, aber eine Plausibilisierung durch die Ertragswertermittlung vorgenommen wurde (vgl. Rn 58 f. – juris), lag ein anderer Sachverhalt zugrunde. Dort wurde das Übernahmeangebot bereits vor dem Beginn und nicht wie hier während des dreimonatigen Referenzzeitraumes vollzogen (vgl. Rn. 3 f. – juris.: Ende der Annahmefrist: 29.04.2020; Bekanntgabe der Strukturmaßnahme: 03.08.2020). Daraus resultiert ein signifikant geringerer Streubesitz zu Beginn des Referenzzeitraumes. Auch wurde dort während der drei Monate ein Anteil von 4,4 % der ausstehenden Aktien gehandelt wurde (vgl. Rn. 29 – juris), während der Anteil hier 8,2 % betrug. Zudem begründete das Oberlandesgericht Frankfurt die Notwendigkeit, den Ertragswert in seine Betrachtungen einzubeziehen, auch mit dem verzerrten eigenen Betafaktor der Gesellschaft. Der Bundesgerichtshof hat aber mittlerweile den Börsenkurs auch dann als geeignete Schätzungsgrundlage in einem Spruchverfahren beurteilt, wenn er durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrt sein sollte und der eigene Betafaktor im Rahmen der Ertragswertermittlung deshalb verworfen werden muss (BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22 Rn. 39).

## 77

Auf die Einwendungen der Antragsteller gegen die Ermittlung des Ertragswertes kommt es daher nicht an.

## 78

3. Den auf das Verfahren bezogenen Anregungen der Antragsteller war nicht nachzugehen.

## 79

a. Die Antragsteller zu 5) bis zu 11) und zu 12) bis zu 16) sowie zu 28) beantragen, zur Sachverhaltsaufklärung die Vorlage weiterer Unterlagen anzuordnen. Dem war nicht nachzugehen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind. Nach dieser Vorschrift sind Unterlagen vorzulegen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind. Auf die von den Antragstellern genannten Unterlagen, die sich auf die Ermittlung des Ertragswertes beziehen, kommt es aber nicht an.

## 80

b. Ebenso bedurfte es mangels Entscheidungserheblichkeit keines Sachverständigengutachtens zur Angemessenheit der Barabfindung (Antragsteller zu 5) bis zu 11), zur Planung (Antragsteller zu 12) bis zu 16) und zu 28) sowie zum Betafaktor und zur Marktrisikoprämie (Antragsteller zu 17) bis zu 20).

## 81

4. Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG, § 32 GNotKG.

## 82

a. Nach § 15 Abs. 1 SpruchG können die Gerichtskosten, die nach § 23 Nr. 14 GNotKG im Grundsatz die Antragsgegnerin zu tragen hat, ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Bloßes Unterliegen oder die Rücknahme des Antrages genügen anders als in den Fällen der §§ 91 Abs. 1 und 269 Abs. 3 S. 2 ZPO aber nicht, um unter Billigkeitserwägungen eine Kostentragungspflicht der Antragsteller zu begründen (Drescher in: BeckOGK SpruchG, Stand 01.10.2025, § 15 Rn. 20). Eine Kostenbeteiligung der Antragsteller ist unter Billigkeitserwägungen dann gerechtfertigt, wenn der Antrag sich als offensichtlich unzulässig erweist, weil er verfristet, nicht formgerecht (OLG München, Beschluss vom 13.12.2016 – 31 Wx 186/16 Rn. 7 f. – juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29.09.1995 – 19 W 4/95 AktE Rn. 8 – juris; BGH, Beschluss vom 13.12. 2011 – II ZB 12/11 Rn. 22 ff.) oder rechtsmissbräuchlich ist (BGH, Beschluss vom 13.12. 2011 – II ZB 12/11 Rn. 17).

## 83

Die Anträge der Antragsteller 30) und zu 31) sind offensichtlich unzulässig, denn sie haben ihre Antragsberechtigung trotz Bestreitens durch die Antragsgegnerin und gerichtlicher Fristsetzung mit Verfügung vom 25.02.2025 nicht nachgewiesen. Diese Antragsteller haben deshalb einen Teil der Gerichtskosten zu tragen.

## 84

Der Anteil der von den betroffenen Antragstellern gehaltenen Aktien an der Gesamtzahl der von allen Antragstellern bis zur Übertragung gehaltenen Aktien ist nicht bekannt, weil nicht alle Antragsteller Angaben nach der Soll-Vorschrift des § 4 Abs. 2 Satz 3 SpruchG gemacht haben. Es kann deshalb nur eine an der Gesamtzahl der Antragsteller orientierte Kostenquote bestimmt werden. Bezogen auf den im Innenverhältnis von ihnen zu tragenden Anteil der Gerichtskosten haftet auch die Antragsgegnerin als Gesamtschuldnerin gemäß §§ 23 Nr. 14, 32 GNotKG (Wilsch, in Korintenberg, Gerichts- und Notarkostengesetz, 22. Aufl., § 23 Rn. 13).

## 85

b. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten beruht auf § 15 Abs. 2 SpruchG. Nach dieser Vorschrift ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Diese Billigkeitsentscheidung richtet sich grundsätzlich am Erfolg der Anträge aus, weshalb der unzulässige oder unbegründete Antrag regelmäßig dazu führt, dass die Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten selbst tragen (OLG München, Beschluss vom 11.03.2020 – 31 Wx 341/17 Rn. 115 ff.; Drescher, BeckOGK SpruchG, Stand 01.10.2025, § 15 Rn. 24). Da ein Abweichen von diesem Grundsatz nicht geboten ist, sind die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller nicht zu erstatten.

## 86

Die Erstattung außergerichtlicher Kosten der Antragsgegnerin sieht § 15 Abs. 2 SpruchG nicht vor (BGH, Beschluss vom 13.12.2011 – II ZB 12/11 Rn. 26).

## 87

Der Anspruch der gemeinsamen Vertreterin gegen die Antragsgegnerin auf Ersatz ihrer Auslagen und eine Vergütung ergibt sich aus § 6 Abs. 2 SpruchG.

5. Der von Amts wegen festzusetzende Geschäftswert für die Gerichtsgebühren (§ 79 Abs. 1 S. 1 GNotKG) entspricht dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,00 (§ 74 GNotKG). Dieser Wert ist gemäß § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters maßgeblich.